

## Deutscher Bundestag ■ Wissenschaftliche Dienste

### **Die Kapitalverkehrsfreiheit- Volkswagen und die Golden Share-Urteile des EuGH**

*Das EuGH-Urteil zum VW-Gesetz vom 23. Oktober 2007 (Rs. C-112/05), mit dem der EuGH bestimmte Regelungen des Gesetzes als unvereinbar mit der Kapitalverkehrsfreiheit erklärte, hat teils heftige Diskussionen zur Folge. Diese reichen vom Lob auf den freien Wettbewerb bis zur Befürchtung des Ausverkaufs von Volkswagen mit Massenentlassungen und dem Ende des Volksunternehmens VW; in jedem Fall wird die Entscheidung eine andere Aktionärsdemokratie zum Ergebnis haben. Das Urteil steht im Zusammenhang mit den so genannten Golden Share-Urteilen des EuGH. Diese werteten Unternehmen eingeräumte Schutzrechte regelmäßig als Verstoß gegen die Kapitalverkehrsfreiheit. Trotz des europäischen Grundbekenntnisses zu freiem Wettbewerb wird aber gerade in letzter Zeit der Ruf einiger Akteure nach Schutzmechanismen für Unternehmen lauter. Im Folgenden werden daher die Grundsätze der europäischen Rechtsprechung zu staatlichen Schutzrechten für Unternehmen anhand der Golden Share-Urteile aufgezeigt.*

#### **Die Kapitalverkehrsfreiheit und das VW-Gesetz**

Die im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EGV) festgeschriebenen Grundfreiheiten verpflichten die Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft, zur Sicherung des freien Binnenmarkts bestimmte Hemmnisse zu unterlassen. Beschränkungen des freien Kapitalverkehrs sind nach Art. 56 EGV grundsätzlich verboten. Eine solche Beschränkung liegt vor, wenn eine nationale Maßnahme geeignet ist, den Erwerb von Aktien eines Unternehmens zu verhindern oder zu beschränken oder Investoren anderer Mitgliedstaaten vom Aktienerwerb abzuhalten.

Der EuGH bewertet das VW-Gesetz als nationale Maßnahme, da ein Gesetz nicht privatautonom durch Aktionäre, sondern nur durch ein staatliches Gesetzgebungsverfahren geändert werden kann.

Nach dem Urteil des EuGH stellen die drei angegriffenen Regelungen des VW-Gesetzes eine Beschränkung dar. Insbesondere gelte dies für die Kombination aus Höchststimmrecht und Sperrminorität. Das Stimmrecht jedes VW-Aktionärs ist unabhängig von seinem Anteil am Grundkapital auf 20 % beschränkt (Höchststimmrecht); die Sperrminorität, also die Möglichkeit, grundlegende Unternehmensentscheidungen zu blockieren, liegt bei VW schon bei 20 %, anstatt bei 25 % plus eine Stimme. Nach Auffassung

des EuGH ist es unerheblich, dass diese beiden Regelungen für jeden Aktionär gelten und damit dem Land Niedersachsen keine Sonderrechte verleihen. Denn sie ermöglichen dem öffentlichen Akteur Niedersachsen, der mit ca. 20 % an VW beteiligt ist, mit geringerer Investition als nach allgemeinem Gesellschaftsrecht erforderlich einen wesentlichen Einfluss bei VW auszuüben.

Die dritte angegriffene Regelung, ein gesetzlich bestimmtes Entsenderecht der öffentlichen Akteure Bund und Land von je zwei Mitgliedern in den VW-Aufsichtsrat, solange ihnen Aktien von VW gehören, missachte die gesetzliche Grenze von einem Drittel der von den Aktionären entsandten Aufsichtsratsmitglieder. Diese Grenze liegt im Fall von VW bei drei Mitgliedern. Das Entsenderecht ermögliche den öffentlichen Akteuren daher einen Einfluss, der ggf. über ihre Investition hinausgehe. Dass dem Bund mangels Beteiligung an VW kein Entsenderecht mehr zusteht und die zwei von Niedersachsen entsandten Aufsichtsratsmitglieder de facto die wirkliche Kapitalbeteiligung widerspiegeln, war für den EuGH unerheblich.

Der EuGH entschied weiter, diese Regelungen bzw. das Sonderrecht der öffentlichen Akteure seien geeignet, Anleger anderer Mitgliedstaaten von Direktinvestitionen abzuhalten, da sie sich nur eingeschränkt an einer effektiven Kontrolle oder Verwaltung der VW-AG beteiligen können.

Unabhängig von einem tatsächlich an den Finanzmärkten bestehenden großen Interesse auch ausländischer Investoren an VW-Aktien genüge schon der potentielle Einfluss für eine Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit.

In einem letzten Schritt prüfte der EuGH, ob die Beschränkung nicht durch die in Art. 58 EGV aufgeführten Gründe oder durch „zwingende Gründe des Allgemeininteresses“ ausnahmsweise gerechtfertigt werden kann. Als ein solches legitimes Ziel greift der EuGH in seiner Entscheidung den von Deutschland vorgetragene Arbeitnehmer- und Minderheitenschutz auf, verneint aber die Verhältnismäßigkeit der Regelungen: Die Entsenderechte dienten schon nicht dem Schutz der Arbeitnehmer, da Arbeitnehmer eigene Vertreter in den Aufsichtsrat entsenden. Deutschland habe zudem nicht ausreichend dargelegt, warum der größere Einfluss öffentlicher Akteure geeignet und erforderlich sei, um die genannten Gruppen zu schützen.

### Die Golden Share-Urteile des EuGH

Als Golden Shares (Goldene Aktien) werden Vorzugsaktien bezeichnet, die der Staat in der Regel im Gegenzug zu einer Privatisierung ehemaliger Staatsunternehmen erhält. Sie räumen ihm Sonderrechte ein, damit er seinen Einfluss im Unternehmen unabhängig vom eigenen Aktienbesitz nicht verliert. Das im VW-Gesetz geregelte, an den Aktienbesitz anknüpfende Entsenderecht ist ein typischer Fall einer goldenen Aktie. Die übrigen angegriffenen Regelungen des VW-Gesetzes verleihen dem Staat gerade kein Sonderrecht, sondern gelten für alle Aktionäre in gleicher Weise, sind also keine Goldenen Aktien im engeren Sinn. Der EuGH nahm aber die tatsächlichen Beteiligungsverhältnisse zum Anlass, einen Verstoß gegen die Kapitalverkehrsfreiheit zu prüfen.

Bisherige Golden Share-Urteile betrafen Regelungen aus Portugal, Spanien, Frankreich, Großbritannien, Italien, den Niederlanden und Belgien. Bis auf letztere wurden sie vom EuGH als europarechtswidrig beurteilt.

- Ein portugiesisches Gesetz untersagte Anlegern aus anderen Staaten den Erwerb von mehr als 25 % an bestimmten portugiesischen Unternehmen und machte Kapitalveräußerungen ab 10 % von einer vorherigen Zustimmung des Finanzministers abhängig. Dies wertete der EuGH in der Rechtssache C-367/98 als Verstoß gegen das Diskriminierungsverbot, welches die Ungleichbehandlung zwischen nationalen Unternehmen und solchen aus anderen Mitgliedstaaten untersagt. Zudem könnten wirtschaftliche Gründe eine solche Beschränkung nicht rechtfertigen.

- Die französische Société nationale Elf-Aquitaine sah aufgrund eines Dekrets einen Zustimmungsvorbehalt des Wirtschaftsministers vor, sobald der Anteil eines privaten Investors bestimmte Kapitalwerte überschritt, sowie ein Widerspruchsrecht bei Veräußerung der

Kapitalmehrheit an bestimmten Tochtergesellschaften. Der EuGH erkannte in der Rechtssache C-483/99 die Sicherstellung der Erdölversorgung zwar als legitimes öffentliches Interesse an. Jedoch liege weder eine hinreichend schwere Gefährdung vor noch sei ersichtlich, auf welche Kriterien sich das Genehmigungsermessen stütze. Wegen der fehlenden Formulierung von objektiven und hinreichend konkreten Kriterien erhalte der Staat ein zu weites Ermessen.

- Belgische Sonderaktien von zwei Energieunternehmen schafften eine Meldepflicht gegenüber dem Aufsicht führenden Ministerium, wenn ein erheblicher Teil des Vermögens veräußert oder der Gesellschaftszweck geändert werden sollte. Dem Ministerium stand während 21 Tagen ein Widerspruchsrecht zu, wenn wichtige Infrastruktureinrichtungen wie Leitungen und nationale Interessen im Energiebereich betroffen waren. Die Regelung bestimmte genaue Kriterien für diese Voraussetzungen. Der EuGH erkannte in der Rechtssache C-503/99 die Sicherstellung der Energieversorgung im Krisenfall als zwingendes Erfordernis an. Er sah auch die Erforderlichkeit als gewahrt an, da ein nachträgliches Widerspruchsrecht des Staats als milderer Mittel eingreife, für dessen Anwendung klare Vorgaben existieren, wie die Beschränkung auf Einzelmaßnahmen und die Zweckbindung. Eine effiziente Kontrolle sei durch die Begründungspflichten und eine gerichtliche Überprüfbarkeit gewährleistet.

- In Spanien bedurften bestimmte Beschlüsse der Gesellschaftsorgane von Unternehmen im Bereich Tabak, Banken, Erdöl, Elektrizität und Telekommunikation, wie z.B. die Verschmelzung oder Auflösung der Gesellschaft oder Maßnahmen mit Auswirkung auf die staatliche Beteiligung, einer vorherigen behördlichen Genehmigung, falls durch diese Beschlüsse die staatliche Beteiligung unter bestimmte Werte sank. In der Rechtssache C-463/00 lehnte der EuGH das Sonderrecht ab, da die Bereiche Tabak und Banken keine öffentlichen Dienstleistungen erbrächten. Im Übrigen sei eine präventive Genehmigung unverhältnismäßig und die Regelung enthalte keine hinreichend genau formulierten objektiven Kriterien.

- Das britische Gesetz zur Privatisierung der staatlichen Flughafenbetriebsgesellschaft British Airport Authority genehmigte die Satzung der Gesellschaft, welche die Möglichkeit zum Erwerb von Aktien auf einen Stimmenanteil von 15 % beschränkte und für bestimmte Unternehmensentscheidungen eine vorherige Genehmigung durch die nationale Verwaltung vorsah. Eine Rechtfertigung scheiterte nach Ansicht des EuGH (Rs. C-98/01) bereits am fehlenden Allgemeininteresse. Die Regierung habe nicht ausreichend vorgetragen, dass ein Allgemeininteresse an einer Kontrolle der Eigentumsrechte an öffentlichen Flughäfen bestehe.

- Ein italienisches Gesetz formulierte eine Sonderregelung bei der Übernahme von Anteilen an italienischen Strom- und Gasversorgungsunternehmen. Erfolgte die Übernahme durch öffentliche, nicht an der Börse notierte Unternehmen, die auf ihrem nationalen Markt eine beherrschende Stellung innehaben, wurden die Stimmrechte, die 2 % des Gesellschaftskapitals dieser Unternehmen überstiegen, automatisch ausgesetzt. Der EuGH entschied, diese Regelung sei weder aufgrund einer Stärkung der Wettbewerbsstrukturen in den betroffenen Sektoren gerechtfertigt noch zur Gewährleistung der Energieversorgung erforderlich (Rs. C-174/04). Die Regierung habe nicht ausreichend dargelegt, warum eine bestimmte Eigentumsstruktur zur Erreichung des Ziels erforderlich sei.
- Eine Klage gegen die Niederlande betraf eine Regelung anlässlich der Teilprivatisierung des Post-, Telegrafien- und Telefondienstwesens. Dem Königreich Niederlande wurden zwingende Zustimmungsvorbehalte für bestimmte Organentscheidungen, etwa bei Strukturmaßnahmen, eingeräumt. Der EuGH bejahte in den Rechtssachen C-282/04 und 283/04 eine Beschränkung, da das Zustimmungserfordernis das Verhältnis zwischen Beteiligungsrechten und Mitwirkungsmöglichkeiten verschiebe und Investoren abschrecken könne. Zwar könne die Gewährleistung eines postalischen Universaldienstes als zwingender Grund eine Beschränkung rechtfertigen. Die der Regierung eingeräumten Sonderrechte gingen aber über das hinaus, was zur Wahrung der Zahlungsfähigkeit und Kontinuität des Erbringers des postalischen Dienstes erforderlich sei.

#### **Kriterien der Kapitalverkehrsfreiheit**

Die Kapitalverkehrsfreiheit ist als umfassendes Liberalisierungsgebot ausgestaltet und gilt nicht nur für Investitionen aus EU-Ländern, sondern auch aus Drittstaaten. Den bisherigen Golden Share-Urteilen lassen sich folgende Kriterien der Kapitalverkehrsfreiheit entnehmen, an denen auch künftig Schutzmechanismen gemessen werden dürften.

1. Die angegriffene Regelung muss eine staatliche Maßnahme darstellen, die jedoch nicht notwendiger Weise hoheitlicher Natur sein muss. Im Fall der Niederlande genügte schon eine durch den Staat beeinflusste Satzungsänderung.
2. Die Regelung muss eine Beschränkung darstellen, d.h. sie muss *geeignet* sein, Anleger von Investitionen abzuhalten und damit den Kapitalverkehr zu beschränken. Es genügt jede unmittelbare, mittelbare, tatsächliche oder potentielle Gefährdung der Investitionsbereitschaft von Anlegern (vgl. EuGH-Urteil *Dassonville*). Dies gilt selbst dann, wenn de facto keine Abschreckung von Investoren vorliegt, sondern die Aktien des Unternehmens rege gehandelt werden, da ohne diese Beschränkung die Aktien ggf. noch aktiver gehandelt werden könnten. Im Fall VW stand

einer Abschreckungsmöglichkeit von Investoren daher auch nicht entgegen, dass Porsche im VW-Aufsichtsrat bereits eine herausragende Stellung innehat und mit 30 % eine deutlich stärkere Beteiligung als das Land Niedersachsen hält. Diese Anknüpfung an die bloße Eignung hat zur Folge, dass Sonderrechte regelmäßig als Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit gewertet werden und damit eine weite Kontrolle des nationalen Gesellschaftsrechts durch den EuGH möglich ist.

3. Anders als bei anderen Grundfreiheiten findet keine Eingrenzung auf Tatbestandsebene statt. Bei der Warenverkehrsfreiheit werden staatliche Maßnahmen, die lediglich Verkaufsmodalitäten für die betreffenden Produkte darstellen, schon nicht als Beschränkung gewertet, sofern sie unterschiedslos für alle Wirtschaftsteilnehmer gelten und keine Marktzutrittsschranke errichten (vgl. EuGH-Urteil *Keck*). Aus diesem Grund sind etwa Sonntagsverkaufsverbote zulässig.

Diese Grundsätze wurden für den Kapitalverkehr bisher verneint und auch im VW-Urteil nicht aufgegriffen. Insofern ist das Urteil jedenfalls keine Weichenstellung für die künftige Kapitalverkehrsfreiheit.

4. Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit können jedoch ausnahmsweise zulässig sein. Eine Rechtfertigung kann sich aus den in Art. 58 EGV genannten Gründen, v.a. aus Gründen der öffentlichen Sicherheit und Ordnung, oder aus zwingenden Gründen des Allgemeininteresses im Einzelfall ergeben (EuGH-Urteile *Cassis de Dijon*, *Veronica*). Da nationale Schutzrechte häufig als Beschränkung gewertet werden, kommt es oftmals auf eine klar benannte und ausreichend begründete Rechtfertigung der angegriffenen Regelung an. Gründe der öffentlichen Sicherheit und Ordnung geben dem Mitgliedstaat eine weitergehende Einschränkungsmöglichkeit. Er kann auch Angehörige anderer Mitgliedstaaten im Erwerb von Unternehmensanteilen beschränken, solange die Regelung verhältnismäßig und nicht missbräuchlich ist. Diese Ausnahmen werden jedoch eng ausgelegt. So scheiterten im Fall Frankreichs die starren Prozentgrenzen an einer unzureichenden Begründungspflicht der Gefährdung der öffentlichen Sicherheit und daran, dass für Anleger nicht ersichtlich war, ob und unter welchen Voraussetzungen die Genehmigung erteilt wird.

Für den Fall, dass eine Beschränkung mit Allgemeininteressen begründet wird, hat der EuGH strenge Prinzipien entwickelt: Die Regelung muss aus zwingenden Gründen des Allgemeininteresses gerechtfertigt und zur Erreichung dieses Ziels geeignet und erforderlich sein. Zudem darf sie nicht an die Staatsangehörigkeit anknüpfen (wie im Fall der portugiesischen Regelung). Eine Rechtfertigung ist somit möglich bei Dienstleistungen von allgemeinem Interesse oder von strategischer Bedeutung oder wenn die Regelung der Aufrechterhaltung der öffentlichen Sicherheit oder der Grundversorgung dient. Der

EuGH hat ein Allgemeininteresse bejaht bei der Sicherstellung der Versorgung mit wichtigen Gütern wie Telekomdienstleistungen (Niederlande) oder der Energieversorgung im Krisenfall (Frankreich, Belgien), für die Bereiche Tabak und Banken jedoch verneint. Ein wegen der Terrorbekämpfung denkbare Allgemeininteresse an einer Kontrolle der Eigentumsrechte an öffentlichen Flughäfen scheiterte daran, dass Großbritannien das Interesse nicht hinreichend darlegte. Im VW-Fall zeigte sich der EuGH weniger streng und akzeptierte den Arbeitnehmer- bzw. Minderheitenschutz als ein solches Interesse. Kein zwingendes Allgemeinwohlinteresse stellen hingegen der Schutz vor feindlichen Übernahmen oder allgemeine finanzielle oder wirtschaftliche Interessen des Staates dar. Der Protektionismus für nationale Champions soll ausgeschlossen sein.

Quasi das Nadelöhr der Rechtfertigung stellt der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz dar. Er besagt, dass die Regelung nicht über das hinausgehen darf, was zur Erreichung des Ziels erforderlich ist. Es darf also kein „milderes Mittel“ in Frage kommen. Hieran scheiterten die meisten Schutzregelungen. Nach Ansicht des EuGH dürfen staatliche Organe jedenfalls nicht die Willensbildung in der Gesellschaft bestimmen. Die grundlegenden Entscheidungen müssen von den Aktionären getroffen werden und diese sollen ökonomisch statt politisch motivierte Entscheidungen treffen. Soweit ein staatliches Zustimmungserfordernis überhaupt als zulässig angesehen wird, beurteilt der EuGH eine nachgelagerte Kontrolle wie im Fall Belgiens grundsätzlich als das mildere Mittel im Gegensatz zu echten Zustimmungsrechten wie im Falle der Niederlande. Zudem muss das Widerspruchsrecht auf wenige, sachlich definierte Fälle begrenzt werden und objektive und gerichtlich nachprüfbare Kriterien beinhalten.

#### **Ausblick**

Auch künftig wird die Kommission Regelungen, die dem Staat eine Sonderposition in einem

Unternehmen einräumen, auf ihre Vereinbarkeit mit Europarecht überprüfen; weitere Vertragsverletzungsverfahren sind bereits anhängig. Interessant dürfte die Weiterentwicklung der aufgeführten Kriterien durch den EuGH werden. In der Weise, wie die EuGH-Entscheidungen die möglichen Schutzmechanismen der Mitgliedstaaten gegen ausländische Investoren und damit bestimmte protektionistische Handlungen einschränken, haben sie einen unmittelbaren Einfluss auf den Wettbewerb und den Binnenmarkt in der Europäischen Union. Die Kapitalverkehrsfreiheit zählt zum europäischen Primärrecht. Eine Änderung der genannten Kriterien oder etwa der Beschluss zur Begrenzung ausländischer Staatsfonds auf europäischer Ebene ist wohl nur durch einstimmigen Beschluss der Mitgliedstaaten möglich.

Als Schutz gegen Übernahmen bleiben einem Unternehmen verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten, etwa die satzungsmäßige Erhöhung der Sperrminorität, Entsenderechte oder die begrenzte Ausgabe von Vorzugsaktien ohne Stimmrecht. Eine stabile Eigentümerstruktur durch Beteiligung eines Großaktionärs oder der Masse von Aktionären sowie die Transparenz von Anlegerstrategien können ebenfalls einen gewissen Schutz verleihen. Das in anderen Ländern der EU gebräuchliche Höchststimmrecht wurde hingegen in Deutschland bereits 1998 für börsennotierte Gesellschaften abgeschafft.

Ein besonderer Schutz gerade vor unerwünschtem Einfluss ausländischer Investoren wird in einigen Ländern wie Großbritannien, Frankreich und den USA für strategisch wichtige Industrien befürwortet. Diese Idee greift auch die geplante Ausweitung des bereits heute im AWG (Außenwirtschaftsgesetz) für Rüstungs- und Verschlüsselungsunternehmen verankerten Schutzes auf. Die Vereinbarkeit des geplanten Vetorechts mit Europarecht wird letztlich auch von der konkreten Gestaltung und den im belgischen Golden Share-Fall maßgeblichen Kriterien abhängen.

Heike Baddenhausen, Katrin Tölle, Fachbereich WD 11 – Europa, Tel.: (030) 227-33614,  
E-Mail: vorzimmer.wd11@bundestag.de

#### Quellen:

- EuGH, 23. Oktober 2007, Rs. C-112/05, <http://curia.europa.eu/>.
- Schlussanträge des Generalanwalts Dámaso Ruiz-Jarabo Colomer vom 13. Februar 2007, <http://curia.europa.eu/>.
- Kilian, Wolfgang, Verstößt das VW-Gesetz gegen die Kapitalverkehrsfreiheit?, in: NJW 2007, 1508 ff.
- Möslein, Florian, Kapitalverkehrsfreiheit und Gesellschaftsrecht, in: ZIP 07, 208 ff.
- Oechsler, Jürgen, Erlaubte Gestaltungen im Anwendungsbereich des Art. 56 I EG – Zugleich zur Entscheidung EuGH, NZG 2006, 942 – Golden Shares VI, in: NZG 2007, 161 ff.
- Reich, Norbert, Kurzbesprechung der Schlussanträge von Generalanwalt Dámaso Ruiz-Colomer vom 13.2.2007 in der Rs. C-112/05 – Kommission/Bundesrepublik Deutschland betr. das VW-Gesetz (VWG), in: EuZW 2007, 132 ff.
- Sander, Florian, Volkswagen vor dem EuGH – der Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit am Scheideweg, in: EuZW 2005, 106 ff.
- Teichmann, Christoph; Heise, Elisabeth, Das VW-Urteil des EuGH und seine Folgen, in: BB 2007, 2577 ff.
- Wellige, Kristian, Weg mit dem VW-Gesetz, in: EuZW 2003, 427 ff.